

środa, 5 października 2016 | aktualizacja raportu

Agora: kupuj (podwyższona)

AGO PW; AGOP.WA | Media, Polska

Dobre zmiany także w Agorze

Wyniki segmentu Prasa za 2Q'16 nie pozostawiły złudzeń. Przy 10% spadku rozpowszechniania *Gazety Wyborczej* w ciągu roku i słabych perspektywach reklamy prasowej, segment ten notowałby trwałe straty na linii EBITDA od 2017 r. Jednak Agora ogłosiła wczoraj zamiar ograniczenia zatrudnienia do końca br., reorganizację pracy redakcji oraz rezygnację z dziennika *Metrocafe.pl*. Grupa planuje także przegląd innych obszarów działania w celu optymalizacji struktury zatrudnienia. Powyższe zmiany oceniamy pozytywnie. Przy redukcji kosztów wynagrodzeń Prasy o ok. 10%, Agora będzie mieć szansę na pozytywny wynik EBITDA segmentu w okresie 2017-19, kiedy zachodzi transformacja modelu prasy z drukowanego na cyfrowy. Agora jest wyceniana na wskaźniku $EV/EBITDA'16=6,6x$, tj. z 14% dyskontem do grupy porównywalnej, co nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę, że: (1) wzrostowe i wyceniane na poziomach $EV/EBITDA > 9,0x$ segmenty Outdoor i Kino generują ponad 50% EBITDA, (2) Agora prezentuje zdrowy bilans z zadłużeniem netto/EBITDA rzędu 1,5x, a (3) grupa planuje dalsze oszczędności kosztowe. Zwracamy także uwagę, że (4) obecny CAPEX w Agorze powinien być mniejszy o połowę w ciągu 2 lat, co przekłada się na FCF na poziomie 0,9-1,0 PLN na akcję i (5) będzie podstawą do płatności dywidendy rzędu 0,75 PLN (wysoki DYield = 7,0%). Korygujemy prognozy na najbliższe lata w dół i uwzględniamy efekt inwestycji w kanał na MUX8. Z drugiej strony, obniżamy wielkości nakładów inwestycyjnych. Podnosimy zalecenie inwestycyjne dla Agory z akumuluj do kupuj z jednoczesnym obniżeniem ceny docelowej z 13,35 PLN do 12,60 PLN.

Kluczowe zmiany w segmencie Prasa

Agora zanotowała w 2Q'16 ponad 20% spadek obrotów reklamowych w *Gazecie Wyborczej* i ponad 25% w *Metrocafe.pl*. Grupa ogłosiła plan redukcji zatrudnienia segmentu Prasa o 135 pracowników, co przyniesie oszczędności > 10 mln PLN od 2017 r. Sądzymy, że *Metrocafe.pl* nie generowała istotnego wyniku EBITDA, a spadki obrotów mogły przełożyć się na straty w nadchodzących kwartałach. W ten sposób Prasa powinna pozytywnie kontrybuować do EBITDA grupy w najbliższych latach.

Poprawa w segmencie Outdoor oraz w Heliosie

Rentowny projekt Premium Citylight w Warszawie oraz korzyści skali w zakresie kosztów utrzymania systemu przekładają się na wyraźną poprawę wyniku segmentu Reklama Zewnętrzna (wzrost EBITDA za 1H'16 R/R o 43%). W 2017 r. zakładamy dalszą poprawę wyników o ponad 11%. Dobre perspektywy ma też działalność kinowa. Średnia cena biletu oraz ilość spożycia w barach kinowych na widza rosną w tempie odpowiednio 9% i 6%.

Potencjał do generowania gotówki

Szacujemy, że Agora poniesie ok. 102 mln PLN CAPEXu w 2016 – 60 mln PLN z tej kwoty stanowią będą wydatki na nowe kina sieci Helios, dokończenie projektu budowy wiat przez AMS oraz inwestycje w TV. Organiczny CAPEX w Agorze jest na poziomie >40 mln PLN. Do 2018 r. Agora zakończy zapowiadany rozwój kin oraz nie będzie ponosić kosztów rozwoju Outdoor, stąd CAPEX może spaść do 52 mln PLN. Dlatego też FCF powinien być w latach 2018-20 na poziomie 41-48 mln PLN, co implikuje FCF yield rzędu 8,1-9,4%.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	1 102,4	1 189,3	1 203,9	1 249,5	1 287,9
EBITDA	77,7	120,7	100,2	108,3	118,3
marża EBITDA	7,1%	10,2%	8,3%	8,7%	9,2%
EBIT	-18,3	18,7	4,0	-6,3	7,3
Zysk netto	-12,6	12,7	-15,0	-12,4	0,7
DPS	0,63	0,19	0,75	0,60	0,75
P/E	-	39,9	-	-	-
P/CE	6,1	4,4	6,2	5,0	4,5
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,5	5,1	6,7	6,4	5,8
DYield	5,9%	1,8%	7,0%	5,6%	7,0%

Cena bieżąca	10,65 PLN
Cena docelowa	12,60 PLN
Kapitalizacja	508 mln PLN
Free float	450 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,72 mln PLN

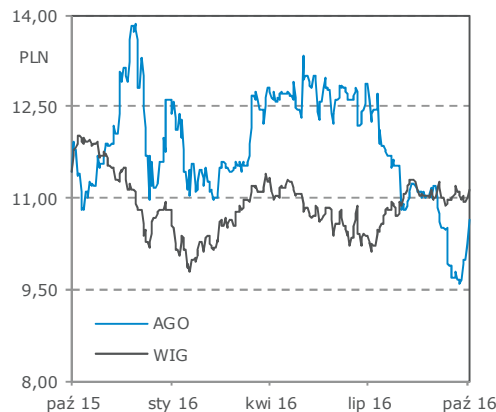
Struktura akcjonariatu

PTE PZU	15,9%
Agora Holding	11,3%
Media Development Investment Fund	11,2%
Nationale-Nederlanden OFE	9,4%
AEGON PTE	6,9%
Pozostali akcjonariusze	45,2%

Profil spółki

Agora to jedna z największych grup mediowych w Polsce. Swoim działaniem obejmuje segment prasy codziennej, reklamy zewnętrznej, rozgłośni radiowych i czasopism. Łączny udział Grupy w rynku reklamy w dziennikach wynosi ok. 42%, w reklamie zewnętrznej ok. 30%, w radiu ok. 13%. Do Spółki należy też jeden z największych portali internetowych w Polsce – *gazeta.pl* oraz trzeci co do wielkości operator kin w Polsce – Helios.

Kurs akcji AGO na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Agora	12,60	13,35	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Agora	10,65	12,60	+18,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
Przychody	+1,5%	+1,6%	+1,7%
EBITDA	-15,8%	-15,5%	-10,8%

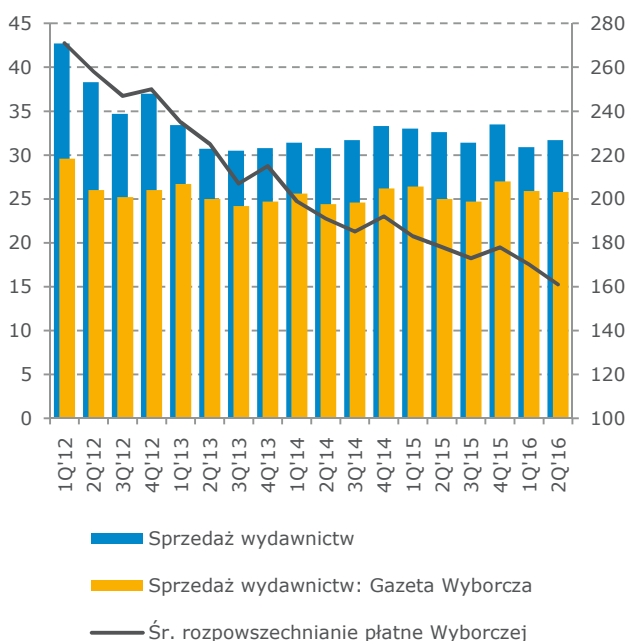
Analityk:

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

Negatywne trendy w segmencie Prasa...

W segmencie Prasa Agora zaraportowała w 2Q'16 73,8 mln PLN przychodów, tj. 8,2% R/R. EBITDA wyniosła 5,2 mln PLN i była niższa R/R o 44,1%. Przychody ze sprzedaży wydawnictw wyniosły 31,7 mln PLN, co oznacza dynamikę tylko na poziomie -2,8% R/R. Rozpowszechnianie płatne było niższe ponad 9% R/R, jednak Agorze udało się podnieść efektywną cenę *Gazety Wyborczej* aż o 14% R/R, co zniwelowało w dużej mierze spadek rozpowszechniania. W długim terminie potencjał do inflacji cen jest jednak ograniczony.

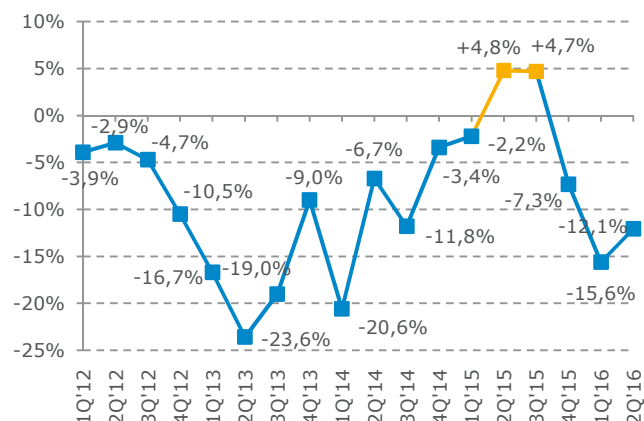
Przychody ze sprzedaży wydawnictw (łącznie oraz samej *Gazety Wyborczej*; mln PLN, LS) oraz średnie rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* (tys. sztuk, PS)



Źródło: Agora, Dom Maklerski mBanku

Przychody ze sprzedaży reklam w segmencie Prasa w 2Q'16 wyniosły 39,8 mln PLN i były 14,8% niższe R/R. Reklama tylko w *Gazecie Wyborczej* była na poziomie 23,7 mln PLN, 20,5% niższym R/R. Agora mierzy się z dwoma negatywnymi zjawiskami: po pierwsze spadki w rozpowszechnianiu to mniejszy zasięg kampanii, przez co reklama prasowa staje się niszowym segmentem dopełniającym kampanie oparte na Internecie i TV, po drugie na rynku widoczne jest rosnące zainteresowanie reklamodawców Internetem, który umożliwia relatywnie tanie, precyzyjne i mierzalne alokowanie budżetów w ramach kampanii. Oprócz strukturalnych zmian, kondycja rynku reklamowego jest nadwyrężona spadkiem popytu na reklamę z sektora bankowo-ubezpieczeniowego. Widoczny jest więc trend erozji ilości reklamy per 1 sprzedana sztuka dziennika. Przekłada się to istotnie na spadek rentowności wyników segmentu.

Przychody z reklamy w *Gazecie Wyborczej* per 1 sprzedana sztuka gazety



Źródło: Agora, Dom Maklerski mBanku

... i remedium Agory

Zarząd Agory poinformował wczoraj o rozpoczęciu procedury konsultacji w sprawie zwolnień grupowych, co wiąże się z ograniczeniem zatrudnienia w segmencie Prasa oraz reorganizacją pracy zespołów redakcyjnych. W ramach prowadzonego procesu transformacji działalności prasowej Agora skoncentruje się na rozwoju dziennika *"Gazeta Wyborcza"*, rezygnując jednocześnie z wydawania bezpłatnego dziennika *"Metrocafe.pl"* w poł. Października 2016. Zarząd Spółki dokonał również przeglądu innych obszarów działania w celu dopasowania struktury zatrudnienia do aktualnych potrzeb Spółki. Zamiarem Zarządu jest przeprowadzenie zwolnień do 135 pracowników zatrudnionych w Agorze S.A. (6,8% zatrudnionych w Spółce). Sądzymy, że działania Agory przyniosą ponad 10 mln PLN oszczędności kosztowych od 2017 r. w zakresie kosztów pracy, z kolei zamknięcie *Metrocafe.pl* w krótkim terminie może mieć negatywny wpływ na linię EBITDA rzędu ok. 2 mln PLN rocznie i zanikać w długim terminie. Poniżej przedstawiamy wpływ działań Agory na estymację wyników segmentu Prasa.

Wyniki segmentu Prasa przed i po restrukturyzacji

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	273,0	247,4	245,4	247,0
EBITDA	8,5	-3,5	-7,3	-8,4

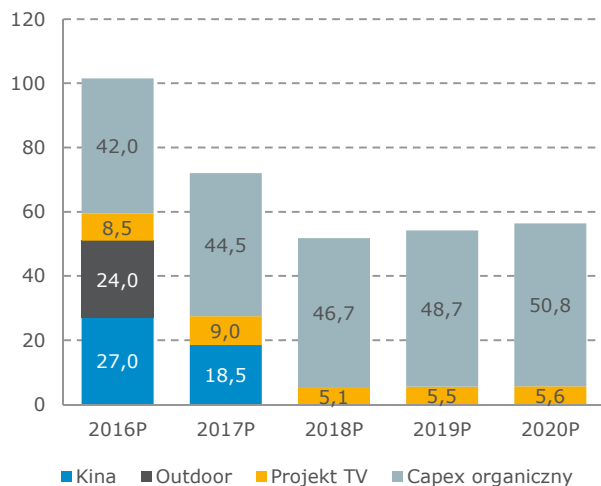
(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	273,0	247,4	245,4	247,0
EBITDA	3,4	6,6	3,0	2,1

Źródło: Agora, Dom Maklerski mBanku

Spadek CAPEX-u od 2017 r.

Szacujemy, że Agora poniesie ok. 102 mln PLN wydatków inwestycyjnych w 2016 r. Jednak 60 mln PLN z tej kwoty stanowić będą wydatki na nowe kina sieci Helios, dokończenie projektu budowy wiat warszawski przez AMS oraz inwestycje w kanał telewizyjny. Organiczny CAPEX w Agorze jest na poziomie > 40 mln PLN. Do 2018 r. Agora zakończy zapowiadany rozwój kin, nie będzie ponosić także kosztów rozwoju Outdoor, stąd CAPEX może spaść do 52 mln PLN.

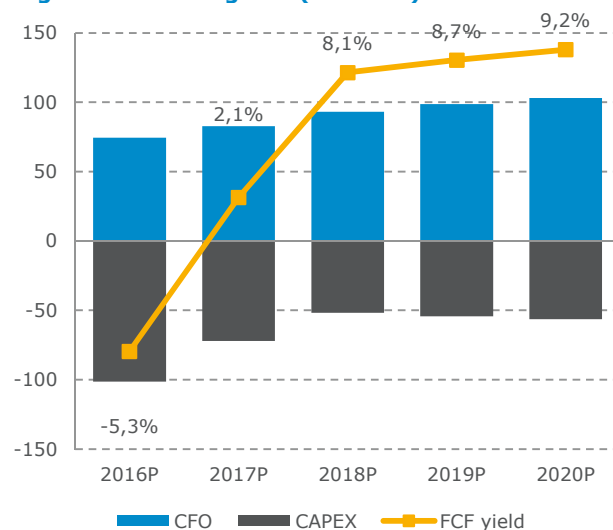
Prognoza Capexu w Agorze (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

W takim scenariuszu FCF powinien być w latach 2018-2020 na poziomie 41-48 mln PLN, co implikuje FCF yield rzędu 8,1%-9,4%.

Prognoza FCFs w Agorze (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość spółki Agora szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Agory szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 12,60 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	11,49
Wycena DCF	50%	12,18
cena wynikowa		11,84
cena docelowa za 9 m-cy		12,60

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Agory w latach 2016-2025.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 2,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan gotówki netto na koniec 1H'16 roku, skorygowany o wypłaconą dywidendę, czyli 147 mln PLN
- Uwzględniamy wartość udziałów w spółce Stopklatka w wysokości 57 mln PLN.

Model DCF

(mln PLN)	2H16P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025+
Przychody ze sprzedaży	619	1 250	1 288	1 316	1 344	1 373	1 403	1 434	1 465	1 498	
zmiana		3,8%	3,1%	2,2%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
EBIT	0,4	-6,3	7,3	17,9	27,7	34,8	42,1	49,0	55,7	63,5	
marża EBIT	0,1%	-0,5%	0,6%	1,4%	2,1%	2,5%	3,0%	3,4%	3,8%	4,2%	
Opodatkowanie EBIT	0,1	0,0	1,4	3,4	5,3	6,6	8,0	9,3	10,6	12,1	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	0,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	0,3	-6,3	5,9	14,5	22,4	28,2	34,1	39,7	45,1	51,4	
Amortyzacja	48,9	95,7	92,7	89,1	85,5	82,1	78,9	75,7	72,8	69,0	
CAPEX	-63,4	-72,0	-51,8	-54,2	-56,4	-58,7	-61,1	-63,6	-66,2	-69,0	
Kapitał obrotowy	16,4	-3,1	-3,1	-2,9	-3,0	-3,1	-3,3	-3,4	-3,6	-3,7	
FCF	2,2	14,3	43,8	46,5	48,5	48,5	48,6	48,4	48,1	47,7	48,7
WACC	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%
współczynnik dyskonta	98,2%	91,5%	85,2%	79,3%	73,8%	68,6%	63,7%	59,1%	54,9%	50,9%	50,9%
PV FCF	2,1	13,1	37,3	36,9	35,8	33,3	31,0	28,7	26,4	24,3	827,1
WACC	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	22,5%	24,5%	23,9%	22,9%	21,6%	20,2%	18,7%	17,1%	15,5%	13,8%	
Koszt kapitału własnego	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	827,1
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	420,6
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	268,7
Wartość firmy (EV)	689,3
Dług netto (1H'16)	146,8
Inne aktywa nieoperacyjne	56,6
Udziałowcy mniejszościowi	18,4
Wartość kapitałów własnych	580,7
Liczba akcji (mln)	47,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	12,2
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	13,0
EV/EBITDA('16) dla ceny docelowej	6,9
P/E('16) dla ceny docelowej	-
Udział TV w EV	61%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC +1,0 p.p.	9,8	10,3	10,8	11,4	12,2
WACC +0,5 p.p.	10,6	11,2	11,8	12,6	13,5
WACC	11,5	12,2	13,0	13,9	15,0
WACC -0,5 p.p.	12,6	13,4	14,3	15,5	16,9
WACC -1,0 p.p.	13,8	14,8	16,0	17,4	19,2

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźnika EV/EBITDA. Dla lat 2016, 2017, 2018 przyjmujemy równe wagi. Spółki porównywalne podzieliśmy na grupy: prasa + Internet, outdoor, radio, kino, dla których przyjęliśmy

wagi proporcjonalnie do udziału generowanego wyniku EBITDA. W wycenie pozostawiamy dyskonto rzędu 15% vs. spółki porównywalne ze względu na niższą dynamikę wyniku EBITDA w najbliższym czasie.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
PRASA + INTERNET						
Axel Springer Se	10,4	9,7	9,0	17,8	17,3	15,9
Daily Mail&General Tst-A Nv	11,2	10,2	9,5	15,0	13,7	12,4
Schibsted Asa	23,0	18,1	14,5			
Sanoma Oyj	5,8	6,2	6,1	17,2	14,7	14,6
Telegraaf Media Groep Nv-Cva	8,3	4,8		23,6	29,8	
Gruppo Editoriale L'Espresso	5,2	4,6	3,9	15,1	11,6	9,3
Mediana	9,4	8,0	9,0	17,2	14,7	13,5
OUTDOOR						
Jc Decaux Sa	10,7	9,8	9,1	26,6	23,4	21,1
Stroeer Media Ag	9,2	8,1	7,4	13,7	11,9	11,2
Mediana	10,0	9,0	8,3	20,2	17,6	16,2
RADIO						
Lagardere Sca	7,7	7,4	7,0	12,3	11,4	10,7
Mediana	7,7	7,4	7,0	12,3	11,4	10,7
KINO						
Regal Entertainment Group-A	9,2	8,4	8,0	22,1	18,2	16,0
Cinemark Holdings Inc	8,6	7,8	7,3	19,6	16,7	15,0
Carmike Cinemas Inc	9,2	8,1	7,3	71,8	44,1	26,3
Imax Corp	14,5	11,4	9,7	33,8	23,3	20,3
Cineworld	10,7	9,5	8,9	17,8	15,6	14,5
Mediana	9,2	8,4	8,0	22,1	18,2	16,0
Mediana	7,8	7,3	7,1	16,2	14,3	13,0
Agora	6,7	6,6	6,1	-	-	-
premia / dyskonto	-13,5%	-9,5%	-15,0%	-	-	-
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	13,3	12,7	13,8	-	-	-
Waga wskaźnika	33,3%	33,3%	33,3%	-	-	-
Wartość firmy na akcję (PLN)	13,2					

Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	1 102,4	1 189,3	1 203,9	1 249,5	1 287,9	1 316,4	1 344,4
zmiana		7,9%	1,2%	3,8%	3,1%	2,2%	2,1%
- w tym prasa	306,4	300,8	273,0	247,4	245,4	247,0	248,8
- w tym film i książka	282,9	345,1	349,7	377,0	385,4	394,1	402,9
- w tym reklama zewnętrzna	149,8	156,1	170,4	185,5	193,9	200,7	207,8
- w tym internet	127,1	150,5	163,4	169,9	175,3	180,2	185,3
- w tym radio	87,4	107,7	113,0	116,2	119,5	123,0	126,5
- w tym druk	173,1	164,7	168,2	174,6	176,3	177,9	179,6
- w tym projekt TV	0,0	0,0	0,0	13,9	28,2	30,5	31,4
- w tym wyłączenia konsolidacyjne	-24,2	-35,7	-33,8	-35,1	-36,2	-37,0	-37,8
EBIT	-18,3	18,7	4,0	-6,3	7,3	17,9	27,7
marża	-1,7%	1,6%	0,3%	-0,5%	0,6%	1,4%	2,1%
Amortyzacja	96,0	102,0	96,2	114,6	111,0	106,7	102,4
EBITDA	77,7	120,7	100,2	108,3	118,3	124,6	130,1
marża	7,1%	10,2%	8,3%	8,7%	9,2%	9,5%	9,7%
Dział. Finansowa	0,4	-1,9	-7,7	-3,5	-3,0	-2,6	-2,3
Zysk brutto	-17,9	16,8	-5,7	-9,8	4,4	15,3	25,4
marża	-1,6%	1,4%	-0,5%	-0,8%	0,3%	1,2%	1,9%
Podatek	6,9	-1,5	-6,8	0,0	-0,8	-2,9	-4,8
Zyski mniejszości	1,5	2,6	2,5	2,6	2,8	3,0	3,1
Zysk netto	-12,6	12,7	-15,0	-12,4	0,7	9,4	17,5
marża	-1,1%	1,1%	-1,2%	-1,0%	0,1%	0,7%	1,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	47,7	47,7	47,7	47,7	47,7	47,7	47,7
EPS	-0,26	0,27	-0,32	-0,26	0,01	0,20	0,37
CEPS	1,75	2,41	1,70	2,14	2,34	2,44	2,52
ROAE	-0,8%	0,8%	-0,9%	-0,8%	0,0%	0,6%	1,2%
ROAA	-1,1%	1,1%	-1,4%	-1,2%	0,1%	1,0%	1,8%

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	1 556,5	1 610,2	1 554,2	1 551,2	1 527,7	1 510,8	1 501,9
Majątek trwały	1 142,8	1 162,4	1 169,0	1 145,3	1 104,4	1 069,6	1 040,5
Rzeczowe aktywa trwałe	686,4	669,7	668,7	648,5	613,8	584,1	559,4
Wartości niematerialne	399,7	448,1	468,2	464,6	458,5	453,3	448,9
Należności długoter. i rozliczenia międzyokresowe	33,5	14,2	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Pozostałe	23,2	30,4	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Majątek obrotowy	413,7	447,9	385,2	405,9	423,2	441,2	461,5
Zapasy	30,2	29,0	28,4	29,5	30,4	31,0	31,7
Należności z tytułu dostaw i usług	268,7	287,7	275,3	287,7	298,6	307,3	316,0
Pozostałe	62,4	99,9	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6
Środki pieniężne	52,3	31,2	1,8	9,0	14,6	23,2	34,2

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
PASYWA	1 556,5	1 610,2	1 554,2	1 551,2	1 527,7	1 510,8	1 501,9
Kapitał własny j. dominującej	1 149,6	1 153,5	1 062,8	1 021,8	986,7	960,4	942,1
Udziały niekontrolujące	15,5	16,7	19,7	22,4	25,2	28,2	31,3

Zobowiązania długoterminowe	116,3	118,6	146,6	171,6	171,6	171,6	171,6
Kredyty i pożyczki	53,3	60,9	86,4	111,4	111,4	111,4	111,4
Długoterminowe zob. finansowe	22,2	16,6	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
Inne zobowiązania	40,8	41,2	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4

Zobowiązania krótkoterminowe	275,2	321,4	325,1	335,4	344,1	350,6	356,9
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług oraz pozostałe	161,5	166,0	182,2	189,2	195,0	199,3	203,5
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	40,1	46,8	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	66,4	92,6	90,5	93,9	96,8	98,9	101,0
Pozostałe	7,1	16,1	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4

Dług	115,6	124,2	149,0	174,0	174,0	174,0	174,0
Dług netto	63,3	93,1	147,1	164,9	159,3	150,7	139,8
(Dług netto / Kapitał własny)	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
(Dług netto / EBITDA)	0,8	0,8	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1
BVPS	24,1	24,2	22,3	21,4	20,7	20,1	19,8

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy operacyjne	97,8	111,1	74,4	82,8	93,2	98,6	103,1
Zysk netto	-12,6	12,7	-15,0	-12,4	0,7	9,4	17,5
Amortyzacja	96,0	102,0	96,2	114,6	111,0	106,7	102,4
Dział. finansowa	0,4	-1,9	-7,7	-3,5	-3,0	-2,6	-2,3
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	2,5	-4,3	-9,6	-3,1	-3,1	-2,9	-3,0
Pozostałe	11,5	2,6	10,5	-12,7	-12,5	-12,0	-11,5
Przepływy inwestycyjne	-43,0	-129,0	-77,9	-72,0	-51,8	-54,2	-56,4
CAPEX	-70,0	-89,8	-101,5	-72,0	-51,8	-54,2	-56,4
Pozostałe	27,0	-39,2	23,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-102,0	-3,3	-43,9	-3,6	-35,7	-35,7	-35,7
Dług	-43,4	8,3	11,9	25,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-30,1	-9,3	-35,7	-28,6	-35,7	-35,7	-35,7
Pozostałe	-28,5	-2,3	-20,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-47,2	-21,2	-47,3	7,2	5,6	8,6	10,9
Środki pieniężne na koniec okresu	52,3	31,2	1,8	9,0	14,6	23,2	34,2
DPS (PLN)	0,63	0,19	0,75	0,60	0,75	0,75	0,75
FCF	27,8	21,3	-27,1	10,8	41,4	44,4	46,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	6,3%	7,5%	8,4%	5,8%	4,0%	4,1%	4,2%

Wskaźniki rynkowe

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
P/E	-	39,9	-	-	-	53,9	29,0
P/CE	6,1	4,4	6,2	5,0	4,5	4,4	4,2
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
FCF/EV	4,7%	3,5%	-4,0%	1,6%	6,0%	6,5%	6,9%
EV/EBITDA	7,5	5,1	6,7	6,4	5,8	5,5	5,2
EV/EBIT	-	-	-	-	-	38,2	24,5
EV/S	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
DYield	5,9%	1,8%	7,0%	5,6%	7,0%	7,0%	7,0%
Cena (PLN)	10,65	10,65	10,65	10,65	10,65	10,65	10,65
Liczba akcji na koniec roku (mln)	47,7	47,7	47,7	47,7	47,7	47,7	47,7
MC (mln PLN)	508	508	508	508	508	508	508
EV (mln PLN)	586	617	675	695	692	687	679

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

WNDB – wynik na działalności bankowej

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.
mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2016-02-02	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	11,45	12,94
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46430,16

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz**Kamil Kliszc**

dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski

tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia

Paweł Szpigił

tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala

tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy****Piotr Gawron**

dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA

tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki

tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski

tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży**Kamil Szymański**

dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl